

# Phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam: Thực trạng và giải pháp

Hoàng Nguyên Khai\*

Nhận ngày 30 tháng 7 năm 2021. Chấp nhận đăng ngày 8 tháng 12 năm 2024.

**Tóm tắt:** Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phát hành riêng lẻ của Việt Nam về quy mô phát hành tăng trưởng nhanh và nóng trong những năm trở lại đây. Tuy nhiên quy mô, giá trị trái phiếu trên thị trường thì còn thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực đứng trên góc độ so với tổng sản phẩm trong nước (GDP). Giá trị trái phiếu phát hành hàng năm so với các kênh huy động vốn khác trên thị trường cũng còn khá thấp. Chất lượng sản phẩm chưa đáp ứng được nhu cầu của thị trường, rủi ro cao, hệ thống pháp lý cho thị trường TPDN vẫn còn chưa được hoàn thiện. Để phát triển bền vững thị trường TPDN riêng lẻ trong thời gian tới, cần phải triển khai một cách toàn diện các giải pháp cụ thể.

**Từ khóa:** Phát triển thị trường, trái phiếu doanh nghiệp, bền vững.

**Phân loại ngành:** Kinh tế

**Abstract:** Vietnam's privately placed corporate bond market has grown in a rapid and heated manner in terms of issuance scale in recent years. However, the scale and value of the bonds on the market are still much lower than those in other countries in the region in terms of their ratios against the Gross Domestic Product (GDP). The value of bonds issued annually is also quite low compared to those of other capital mobilization channels on the market. The product quality has not met the market demands, the risks are high, and the legal system for the corporate bond market has not been completed. To develop the privately placed corporate bond market in a sustainable manner in the time to come, the comprehensive implementation of specific solutions is needed.

**Keywords:** Market development, corporate bonds, sustainable.

**Subject classification:** Economics

## 1. Mở đầu

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp là một bộ phận của thị trường tài chính, là nội dung quan trọng trong quản lý, điều hành chính sách tài chính quốc gia. Trong những năm gần đây, với việc không ngừng đổi mới chính sách tài chính, thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam đã có bước phát triển quan trọng. Các doanh nghiệp trực tiếp huy động vốn trên thị trường tài chính, phù hợp với thông lệ khu vực và quốc tế, giảm áp lực lên vốn tín dụng trung dài hạn của hệ thống Ngân hàng thương mại (NHTM). Bộ Tài chính không ngừng hoàn thiện môi trường pháp lý để giảm thiểu rủi ro sự phát triển của thị trường TPDN. Tuy nhiên trước yêu cầu tiếp tục mở cửa thị trường tài chính, hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, cũng như xu hướng phát triển thị trường TPDN ở Việt Nam hiện nay cũng như những năm tới, đòi hỏi chính sách tài chính quốc gia cần tiếp tục được đổi mới hơn nữa và phối hợp đồng bộ hơn nữa với chính sách tiền tệ quốc gia. Việc phân tích, đánh giá thực trạng phát triển thị trường TPDN Việt Nam hiện nay, khuyến nghị giải pháp tiếp tục phát

---

\* Khoa Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Công nghệ TP. Hồ Chí Minh - HUTECH.  
Email: hn.khai@hutech.edu.vn

triển bền vững thị trường này trong thời gian tới có ý nghĩa thiết thực. Song đây là vấn đề rất rộng lớn trong giới hạn của một nghiên cứu, bài viết không phân tích quá trình hoàn thiện môi trường pháp lý mà chỉ nêu khái quát trong phần đánh giá.

## 2. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết khoa học của tác giả không có điều kiện thực hiện nghiên cứu định lượng, tiến hành khảo sát điều tra, xây dựng mô hình nghiên cứu, xây dựng hàm và các biến, tính toán mức độ tác động các biến. Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính, phân tích, đánh giá dựa trên tổng hợp tư liệu và số liệu thứ cấp của các cơ quan chức năng, như: Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, Hiệp hội các Nhà đầu tư (NĐT) Trái phiếu... Số liệu có nguồn gốc cụ thể rõ ràng, tuy nhiên không thu thập được số liệu đến hết tháng 5/2024. Các phân tích, đánh giá là quan điểm khoa học cá nhân của tác giả.

## 3. Cơ sở lý luận về trái phiếu doanh nghiệp

Trái phiếu là một sản phẩm tài chính, hay một công cụ trên thị trường tài chính, mà một tổ chức phát hành, đó là Chính phủ, hay doanh nghiệp, thực hiện huy động vốn trung dài hạn trên thị trường tài chính. Tổ chức phát hành có nghĩa vụ thực hiện các cam kết nợ, bao gồm thanh toán lãi suất định kỳ và hoàn lại số tiền đầu tư ban đầu khi đến kỳ đáo hạn (Quốc hội, 2014).

Còn TPDN, đó là trái phiếu do doanh nghiệp phát hành, dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi nợ. Doanh nghiệp có nghĩa vụ thanh toán cả lãi lẫn gốc cho chủ sở hữu trái phiếu khi đến kỳ hạn. Trái phiếu doanh nghiệp được chia làm 2 loại như sau:

Trái phiếu niêm yết là loại trái phiếu được đăng ký và lưu ký đầy đủ tại Trung tâm lưu ký chứng khoán, đồng thời được giao dịch rộng rãi trên thị trường tài chính. Toàn bộ quá trình giao dịch đều phải dựa trên các quy định của Sở Giao dịch Chứng khoán, của pháp luật (Quốc hội, 2014).

Các NHTM cho khách vay vốn đầu tư chứng khoán với một tỷ lệ khá nằm trong mục đích cho vay tiêu dùng. Tức là trên danh nghĩa mục đích vay vốn thể hiện trên Hợp đồng tín dụng là khách hàng vay tiêu dùng, nhưng thực chất là vay đầu tư chứng khoán. Bên cạnh đó, NHTM cung cấp vốn cho các Công ty chứng khoán (CTCK) để cho vay hay đầu tư, cung cấp các khoản vốn vay dựa trên thế chấp số chứng khoán đang sở hữu (Margin) cho khách hàng dưới dạng chứng khoán nợ (Quốc hội, 2014).

Chứng khoán vốn là loại chứng khoán được công ty cổ phần phát hành ra thị trường. Sản phẩm này để xác nhận quyền sở hữu một phần tài sản, thu nhập của công ty. Điều này cũng có nghĩa là NĐT sở hữu chứng khoán vốn là người sở hữu một phần công ty và được hưởng lợi ích từ công ty đem lại. Các CTCK của Việt Nam hiện nay hầu hết là CTCK cổ phần, hay CTCK trách nhiệm hữu hạn, trong đó nhiều CTCK là công ty con của NHTM, do NHTM chiếm tỷ lệ sở hữu cổ phần chi phối (Quốc hội, 2014).

Chứng khoán nợ là loại chứng khoán để chứng nhận mối quan hệ người cho vay và người đi vay giữa người sở hữu và công ty phát hành. Chứng khoán nợ có nhiều dạng như: trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu chính phủ, trái phiếu đô thị, trái phiếu chính quyền địa phương... Loại chứng khoán này được mua hoặc bán giữa hai đối tượng và có các quy định điều khoản nhất định như: số tiền đã vay, lãi suất, thời gian đáo hạn và gia hạn. Ở một số nước có nền kinh tế phát triển, chứng khoán nợ được giao dịch khá phổ biến trên thị trường chứng khoán. Tại Việt Nam, trái phiếu doanh nghiệp, là một loại chứng khoán nợ, đang ngày

một trở nên phổ biến, gắn với một thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh những năm gần đây. Nhiều CTCK phát hành trái phiếu doanh nghiệp để huy động vốn cho đầu tư (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2024).

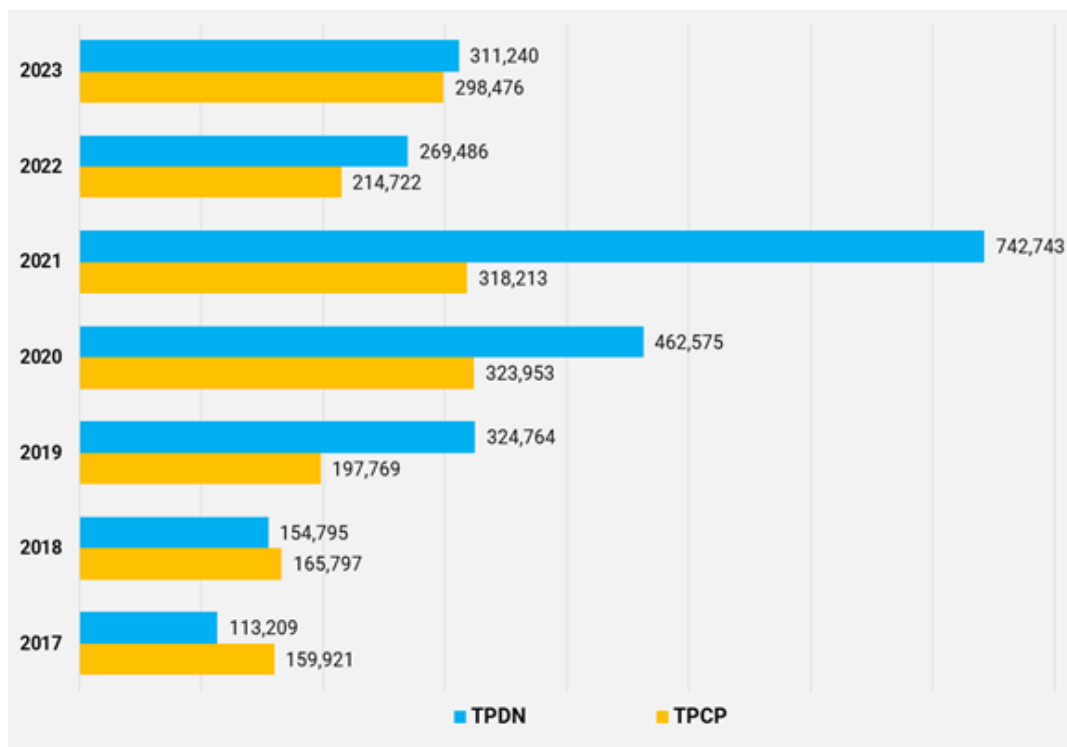
#### 4. Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp

##### 4.1. Về quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Khi thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập, các loại trái phiếu Chính phủ tức được niêm yết trên sàn giao dịch. Tuy nhiên, trải qua khoảng hơn 20 năm phát triển nhưng vẫn tồn tại một nghịch lý là sự phát triển không đồng đều giữa trái phiếu Chính phủ và TPDN. Hiện nay nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp theo hình thức trái phiếu là cấp thiết. Ở các nước có nền kinh tế càng phát triển thì nhu cầu giao dịch TPDN càng mạnh mẽ. Nhà đầu tư luôn mong muốn tìm kênh đầu tư ổn định, có tính rủi ro thấp để đa dạng hóa danh mục đầu tư chi phí giao dịch... và gia tăng năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp Việt Nam. Đồng thời, dư địa tăng trưởng thị trường TPDN Việt Nam còn rất lớn (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2023).

Thị trường TPDN Việt Nam đã chứng kiến sự tăng trưởng đáng kể từ năm 2018-2023. Sự phát triển này phản ánh nhu cầu tăng cao đối với các công cụ tài chính để huy động vốn, cũng như sự tham gia ngày càng tăng của các NĐT trong và ngoài nước.

Biểu đồ 1: Giá trị phát hành trái phiếu Chính phủ (TPCP) và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) giai đoạn 2017-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: Hiệp hội thị trường Trái phiếu Việt Nam, 2024.

Số liệu nói trên cho thấy, giai đoạn 2017-2018, thị trường TPDN tĩnh tiến từ từ về quy mô, duy trì dư nợ bình quân tương đương chưa tới 4,4% GDP. Lượng TPDN phát hành giai

đoạn này đạt 643.524 tỷ đồng (bình quân 80,440 tỷ đồng/năm). Trong đó, phát hành ra công chúng 23.936 tỷ đồng (bình quân 3.000 tỷ đồng/năm), riêng lẻ 619.588 tỷ đồng (bình quân 77.448 tỷ đồng/năm) (Hiệp hội đầu tư trái phiếu Việt Nam, 2024).

Năm 2019 đánh dấu sự tăng trưởng mạnh của thị trường TPDN so với giai đoạn trước đó. Lượng TPDN phát hành tăng hơn 30% so với năm 2018, chính thức vượt qua lượng trái phiếu Chính phủ và đưa dư nợ tương đương gần 11% GDP, riêng TPDN riêng lẻ là hơn 10% GDP. Năm 2021 được xem là năm bùng nổ của TPDN. Tổng lượng phát hành trong năm lên đến 742.700 tỷ đồng, gấp đôi trái phiếu Chính phủ và dư nợ tương đương 14,75% GDP. Sang năm 2022, thị trường chứng kiến nhiều sự vụ khiến niềm tin suy giảm, gây ra hệ lụy liên tiếp, Chính phủ bắt đầu siết loại hoạt động phát hành TPDN, đặc biệt là giai đoạn cuối năm. Hệ quả, lượng TPDN phát hành trong năm giảm 64% so với năm đỉnh 2021. Bước sang 2023, TPDN nhìn chung tương đối trầm lắng trong nửa đầu năm, tình hình có phần ấm lên vào nửa cuối năm. Tính chung năm 2023, giá trị phát hành TPDN đạt 311.200 tỷ đồng, tăng hơn 15% so năm trước (Hiệp hội đầu tư trái phiếu Việt Nam, 2024).

Trong năm 2022, tổng giá trị TPDN phát hành trong năm qua đạt 258.575 tỷ đồng, xấp xỉ 12,6% GDP, còn khá khiêm tốn so với các nước trong khu vực như Malaysia (56% GDP), Singapore (38% GDP), Thái Lan (25,5% GDP). Dư nợ TPDN chiếm 10% tổng dư nợ của cả nền kinh tế ở thời điểm cuối năm 2022. Trong năm 2023, tổng giá trị phát hành TPDN được ghi nhận là 324.234 tỷ đồng, với 29 đợt phát hành ra công chúng trị giá 37.070 tỷ đồng và 306 đợt phát hành riêng lẻ trị giá 287.164 tỷ đồng (chiếm 88,6% tổng số) (Hiệp hội đầu tư trái phiếu Việt Nam, 2024).

Biểu đồ 2: Nhóm ngành phát hành TPDN Quý IV/2023 so với Quý IV/2022

Đơn vị: tỷ VND

| Nhóm ngành       | Q4/2023        | Q4/2022       | %YoY          |
|------------------|----------------|---------------|---------------|
| Bất động sản     | 12,352         | 850           | 1,353.2%      |
| Chứng khoán      | 406            | 345           | 17.8%         |
| Sản xuất         | 9,580          | -             | -             |
| Năng lượng       | 2,230          | 500           | 346%          |
| Ngân hàng        | 99,848         | 14,392        | 593.8%        |
| Tài chính        | 3,000          | -             | -             |
| Xây dựng         | 1,495          | 95            | 1,480.3%      |
| Khác             | 6,170          | 2,568         | 140.3%        |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>135,081</b> | <b>18,292</b> | <b>638.5%</b> |

*Nguồn:* Tác giả tổng hợp theo ngày phát hành từ dữ liệu công bố của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) đến ngày 5/1/2024.

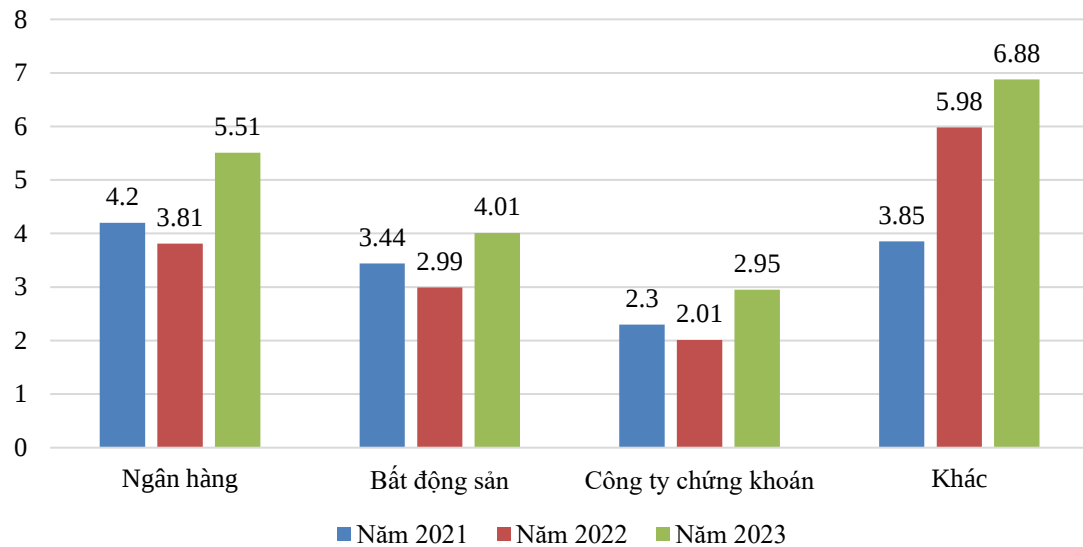
Ngân hàng là nhóm ngành chiếm phần lớn giá trị phát hành trong quý với 99.848 tỷ đồng (tương đương 74%). Theo sau là nhóm Bất động sản, phát hành 12.352 tỷ đồng (chiếm 9%). Tính cả năm 2023, các NHTM phát hành 188.163 tỷ đồng (chiếm 58%) còn các doanh nghiệp Bất động sản phát hành 73.702 tỷ đồng (chiếm 22,7%) (Hiệp hội đầu tư trái phiếu Việt Nam, 2024).

#### 4.2. Về cơ cấu kỳ hạn và lãi suất trái phiếu doanh nghiệp

Bên cạnh cơ cấu về hình thức phát hành, số liệu phát hành cũng cho thấy sự phân loại rõ

ràng về cơ cấu kỳ hạn. Cơ cấu kỳ hạn phát hành của TPDN tập trung chính ở các kỳ hạn 3-5 năm và trên 5 năm. Hai kỳ hạn này chiếm tỷ trọng khá lớn; thực trạng này cho thấy nhu cầu của tổ chức phát hành về loại công cụ nợ trung hạn.

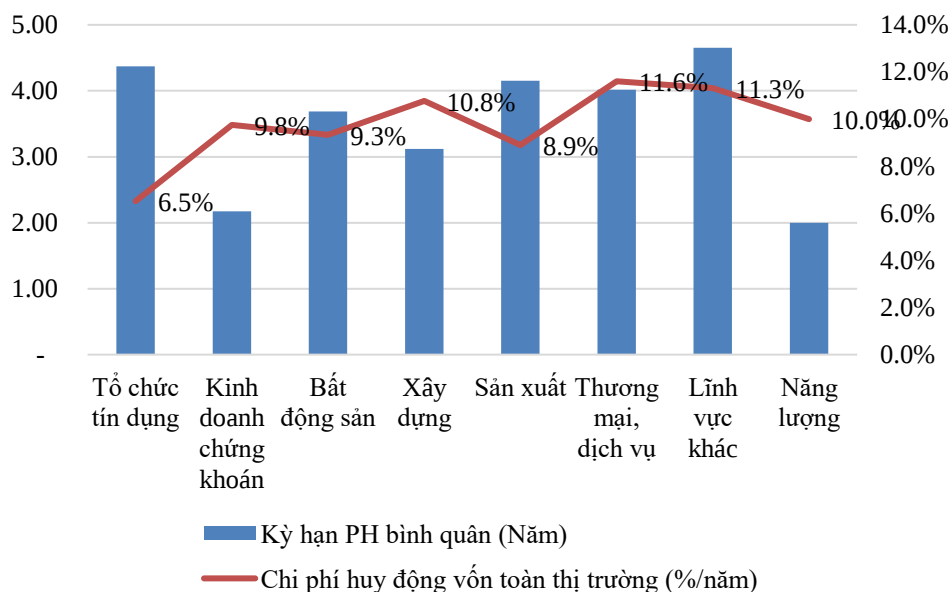
Biểu đồ 3: Kỳ hạn phát hành bình quân giai đoạn 2021-2023 (%/năm)



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024.

Kỳ hạn phát hành bình TPDN năm 2023 đạt 5,96 năm, giảm khoảng 0,4 năm so với bình quân năm 2022. Kỳ hạn phát hành của các NHTM và doanh nghiệp bất động sản là 5,51 năm và 4,01 năm (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024).

Biểu đồ 4: Lãi suất phát hành bình quân năm 2023.



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024.

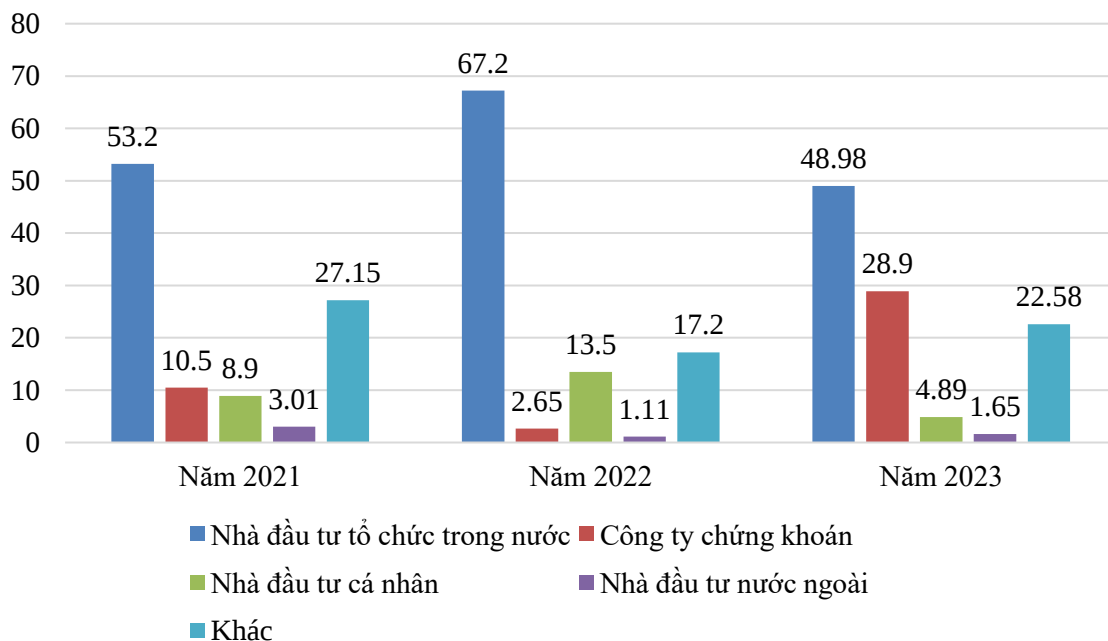
Theo số liệu ta thấy, 67% TPDN phát hành trong quý IV có kỳ hạn từ 5 năm trở xuống. Lãi suất phát hành bình quân quý IV/2023: 7,65%/năm. Kỳ hạn phát hành bình quân quý IV/2023: 5,56 năm. Lãi suất phát hành tiếp tục đi xuống trong quý IV với giá trị bình quân đạt 7,65%/năm, đây là quý giảm thứ 4 liên tiếp trong năm 2023. Lãi suất phát hành nhóm Ngân hàng phần lớn từ 5-7%/năm, chỉ một số ít ngân hàng có lãi suất khoảng 8%. Nhóm Bất động sản có lãi suất phổ biến từ 9,7%-12,5%/năm (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024).

#### 4.3. Về phương thức phát hành

Các doanh nghiệp chủ yếu phát hành theo phương thức đại lý phát hành thông qua CTCK hoặc ngân hàng thương mại. Năm 2021, phát hành theo phương thức đại lý chiếm 66% tổng khối lượng phát hành; các tổ chức tín dụng chủ yếu phát hành trái phiếu trực tiếp cho NĐT. 11,71% khối lượng trái phiếu phát hành riêng lẻ được bảo lãnh phát hành bởi các CTCK, theo đó, các CTCK cung cấp dịch vụ tư vấn hồ sơ, bảo lãnh phát hành và phân phối trái phiếu trên thị trường thứ cấp (Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, 2024).

Về khía cạnh cơ cấu NĐT trên thị trường TPDN, có thể tham khảo thống các NĐT tham gia thị trường TPDN giai đoạn 2021-2023 (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 5: Cơ cấu NĐT sở hữu TPDN giai đoạn 2021-2023 (%)



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024.

NHTM là NĐT tham gia chính trên thị trường TPDN. Khác với TPCP, TPDN được các NHTM xếp vào nhóm Tín dụng và thường do bộ phận tín dụng phụ trách. Thị trường do vậy mang nhiều bản chất của thị trường tín dụng hơn là thị trường vốn. Hiện không có thống kê đầy đủ về giao dịch thứ cấp TPDN nên không rõ tỷ lệ sở hữu của NĐT thay đổi như thế nào sau phát hành.

Nhà đầu tư cá nhân trên thị trường năm 2023 giảm mạnh so với năm 2021 với quy định về việc chỉ NĐT cá nhân chuyên nghiệp mới được phép mua bán các TPDN phát hành riêng

lẻ. Thay vào đó, các CTCK nổi lên với khối lượng sở hữu lớn trên thị trường, chiếm 22,58% tổng giá trị phát hành trong năm 2023 (Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, 2024).

#### *4.4. Tổng quan phát hành trái phiếu doanh nghiệp năm 2024*

Trong 6 tháng đầu năm 2024, có 40 doanh nghiệp phát hành trái phiếu với tổng trị giá đạt 110.200 tỷ đồng, tăng gấp 2,6 lần cùng kỳ năm 2023. Trong đó, các Tổ chức tín dụng (TCTD) phát hành 69.600 tỷ đồng, chiếm 63,2%; các doanh nghiệp bất động sản phát hành 31.500 tỷ đồng, chiếm 28,6%. Về cơ cấu NĐT, mua trái phiếu trên thị trường sơ cấp thì các NHTM chiếm 53,5%; các công ty chứng khoán chiếm 21,9% và các NĐT cá nhân chiếm 5,2%. Lãi suất phát hành bình quân là 7,41%, thấp nhất trong nhiều năm qua. Kỳ hạn của TPDN trung bình là 3,78 năm, dài hơn kỳ hạn trái phiếu 5 năm gần đây (Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, 2024).

### **5. Đánh giá thực trạng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam**

#### *5.1. Những kết quả chính đạt được*

*Một là, quy mô thị trường trái phiếu ngày càng lớn.* Trong giai đoạn 2017-2021, thị trường TPDN riêng lẻ tăng trưởng mạnh, do có sự dịch chuyển vốn huy động từ kênh vay vốn ngân hàng sang phát hành trái phiếu trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng giảm. Đối với TPDN, nhìn chung cả năm 2023, giá trị phát hành TPDN riêng lẻ là 287.164 tỷ đồng, giá trị phát hành ra công chúng là 37.070 tỷ đồng. Tỷ trọng phát hành trái phiếu ra công chúng năm 2023 tăng vọt lên 11,43%, cao hơn 7,3 điểm % so với 2022 và là mức cao nhất kể từ 2015 (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2024).

*Hai là, khuôn khổ pháp lý của thị trường trái phiếu ngày càng được hoàn thiện.* Bên cạnh những con số về quy mô, giá trị phát hành TPDN, thì khuôn khổ pháp lý về trái phiếu đã và đang dần được hoàn thiện. Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/09/2022 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế. Năm 2023, Chính phủ ban hành đã Nghị định 08/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế (Chính phủ, 2020).

*Ba là, kỳ hạn và lãi suất phát hành trái phiếu ngày càng đa dạng.* Trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước thắt chặt tăng trưởng tín dụng ngân hàng, thì TPDN lại nổi lên như một kênh huy động vốn mới, giúp doanh nghiệp không chỉ huy động được nguồn vốn trong trung dài hạn mà còn tái cấu trúc lại nguồn nợ vay của doanh nghiệp, hạn chế sự phụ thuộc vào hệ thống NHTM. Không chỉ là kênh huy động vốn mới của doanh nghiệp mà thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn là lựa chọn mới cho các NĐT. Trong giai đoạn thị trường kinh tế khó khăn, thị trường cổ phiếu liên tiếp giảm điểm nằm trong danh sách các thị trường yếu so với các nước trên thế giới.

*Bốn là, cơ cấu NĐT mua trái phiếu doanh nghiệp ngày càng mở rộng.* Khối NĐT trong nước vẫn chiếm ưu thế, tỷ trọng của NĐT nước ngoài có dấu hiệu gia tăng nhưng vẫn không đáng kể đối với khối NĐT trong nước. Xét riêng khối NĐT trong nước, nhóm NHTM trong nước chiếm tỉ trọng cao nhất. Về cơ cấu NĐT, các CTCK và NHTM là các NĐT chính trên thị trường sơ cấp, tỷ trọng mua TPDN riêng lẻ của NĐT cá nhân giảm so với năm 2020.

Năm là, khả năng đáo hạn thành công và việc đưa hệ thống trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đi vào vận hành ngày càng cao. Áp lực TPDN đáo hạn vẫn đang gia tăng trong cuối năm 2024, trong khi nhiều tổ chức phát hành vẫn còn khó khăn trong hoạt động kinh doanh và dòng tiền, việc có thể đàm phán để gia hạn thời hạn các trái phiếu sắp đến hạn là một trong những giải pháp tốt nhất mà những tổ chức phát hành này có thể lựa chọn ở thời điểm hiện tại để có thêm thời gian phục hồi sản xuất - kinh doanh và tạo ra đủ dòng tiền chi trả cho các khoản nợ trái phiếu của mình.

### 5.2. Một số hạn chế cơ bản của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

*Thứ nhất*, quy mô phát hành riêng lẻ đối với TPDN tăng trưởng nhanh và nóng trong những năm gần đây. Tuy nhiên, quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam chỉ chiếm khoảng 15% GDP, thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực. Sự tăng trưởng không đồng đều về khối lượng phát hành và chất lượng trái phiếu dẫn đến thị trường dễ bị tác động bởi bất kỳ sự thay đổi nào về chính sách pháp lý hay thị trường.

*Thứ hai*, cơ cấu NĐT từ phát hành riêng lẻ đối với TPDN chưa đa dạng cơ cấu NĐT khi kết quả thể hiện chỉ tập trung chủ yếu 2 nhóm là CTCK và NHTM trong nước. Ngân hàng đang là đối tượng phát hành trái phiếu nhiều nhất và cũng là địa chỉ mua lại trái phiếu nhiều nhất dẫn tới hậu quả là không minh bạch được dòng vốn và các rủi ro kéo theo.

*Thứ ba*, cơ cấu kỳ hạn trái phiếu ngắn và trung hạn - lãi suất cao nhưng mục đích huy động vốn cho dự án dài hạn dẫn tới rủi ro tài chính trong tương lai nếu quản lý không tốt dòng tiền, phải thanh toán nợ gốc khi dự án chưa sinh lời làm hiệu quả sử dụng vốn thấp. Rủi ro tiềm ẩn như hình thức cho vay vốn, thậm chí là một cách để tránh giới hạn tín dụng.

*Thứ tư*, khả năng đáo hạn thành công thấp do trái phiếu ngắn hạn, doanh nghiệp có thể không kịp trở tay để khắc phục hậu quả, nguy cơ đối mặt với vỡ nợ là rất lớn. Khó đảm bảo nguồn thanh toán cho trái phiếu đáo hạn.

### 5.3. Những rủi ro của thị trường trái phiếu hiện nay

*Thứ nhất*, việc “đại chúng hóa” trái phiếu mang đến nhiều rủi ro cho những NĐT cá nhân chưa có kiến thức, thiếu kinh nghiệm, chưa đủ nhận thức về rủi ro và hành lang pháp lý bảo vệ trong việc đầu tư trái phiếu. Thậm chí một số NĐT cá nhân mua trái phiếu riêng lẻ bằng mọi giá khiến NĐT có hành vi gian lận để trở thành NĐT chứng khoán chuyên nghiệp. Bên cạnh đó một số doanh nghiệp/tổ chức phát hành có tình hình tài chính còn hạn chế.

*Thứ hai*, chất lượng trái phiếu đi xuống cả về chất lượng của tổ chức phát hành, chất lượng dòng tiền và chất lượng tài sản đảm bảo chất lượng tổ chức phát hành trái phiếu đi xuống. Điều này thể hiện qua nhiều biến động trong hoạt động phát hành, sự giảm niềm tin và thay đổi về khung pháp lý. Trong đó, nhiều doanh nghiệp bị cơ quan quản lý xử lý do sai phạm, cùng với đó một số doanh nghiệp vi phạm nghĩa vụ nợ, chậm thanh toán nhiều khoản nợ đến hạn. Cùng với đó là chất lượng tài sản đảm bảo giảm sút và chưa đủ đảm bảo cho nghĩa vụ thanh toán của tổ chức phát hành.

*Thứ ba*, hạn chế về quy mô và năng lực NĐT chuyên nghiệp cũng gây ra rủi ro cho các NĐT, rủi ro cho thị trường trái phiếu. Mặc dù trong thời gian qua đã có Nghị định 65/2022/NĐ-CP về quy định NĐT chuyên nghiệp, tuy nhiên thực tế cho thấy có nhiều NĐT cá nhân không đủ khả năng phân tích tình hình doanh nghiệp nhưng vẫn cố tình lách luật để trở thành NĐT chuyên nghiệp để tham gia vào kênh trái phiếu.

*Thứ tư*, việc minh bạch hóa tình hình tài chính của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu còn nhiều hạn chế. Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ chưa được thẩm định báo cáo tài chính và phương án phát hành một cách chặt chẽ, chính xác.

*Thứ năm*, hành lang pháp lý liên quan trực tiếp đến phát hành trái phiếu doanh nghiệp chưa bao quát hết thực tiễn, chưa phù hợp với xu hướng và thông lệ quốc tế.

*Thứ sáu*, việc sử dụng các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong phát hành trái phiếu còn chưa phổ biến đồng thời số lượng tổ chức xếp hạng tín nhiệm còn hạn chế, chưa đáp ứng được nhu cầu của thị trường trái phiếu hiện nay.

### 5.3. Nguyên nhân của hạn chế

#### 5.3.1. Nguyên nhân từ phía các cơ quan quản lý

*Một là, khung pháp lý dự thảo sửa đổi nghị định thông tư thay đổi nhiều lần dẫn đến việc các tổ chức quản lý, doanh nghiệp phát hành, NĐT đều khó kịp thích ứng và làm quen.* Thực tế, Nghị định 81/2020/NĐ-CP về phát hành TPDN có hiệu lực từ 01/09/2020 phần nào giới hạn quy mô phát hành khi quy định dư nợ TPDN phát hành riêng lẻ không vượt quá 5 lần vốn chủ sở hữu, đợt phát hành sau phải cách tối trước thiểu 6 tháng, doanh nghiệp phải ký hợp đồng tư vấn với tổ chức tư vấn về hồ sơ phát hành trái phiếu... Tuy nhiên, các quy định trên đã bị bãi bỏ bởi Nghị định 153/2020/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 1/1/2021. Nghị định chỉ yêu cầu doanh nghiệp phát hành là công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn; thanh toán đủ cả gốc và lãi của trái phiếu đã phát hành hoặc thanh toán đủ các khoản nợ đến hạn trong 3 năm liên tiếp; đáp ứng các tỷ lệ an toàn tài chính, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động theo quy định của pháp luật chuyên ngành; có phương án phát hành trái phiếu được phê duyệt và chấp thuận; có báo cáo tài chính năm trước liền kề của năm phát hành được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán đủ điều kiện (Chính phủ, 2020).

Một quy định mới tại Nghị định 153/2020/NĐ-CP là đối tượng mua TPDN chỉ dành cho NĐT chuyên nghiệp. Cụ thể, trái phiếu phát hành riêng lẻ chỉ được phát hành cho các NĐT chuyên nghiệp và không cần được cấp phép. Nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp khi mua TPDN riêng lẻ tự đánh giá, tự chịu trách nhiệm về các rủi ro. Doanh nghiệp phát hành và các tổ chức cung cấp dịch vụ về TPDN khi có hành vi vi phạm sẽ bị xử phạt vi phạm hành chính theo quy định (Chính phủ, 2020).

*Hai là, hệ thống quản lý, giám sát chưa thực sự có hiệu quả.* Thị trường TPDN vẫn tiềm ẩn một số rủi ro, cần giám sát chặt chẽ để thị trường phát triển lành mạnh. Cụ thể đối với tài sản đảm bảo của trái phiếu như bất động sản, chứng khoán, chương trình, dự án. Mặc dù tỷ lệ trái phiếu có tài sản đảm bảo cao nhưng thực tế chất lượng tài sản đảm bảo chủ yếu là các dự án, tài sản hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu của doanh nghiệp. Giá trị của các tài sản này thường không định giá được chính xác hoặc có biến động mạnh theo diễn biến thị trường; theo đó, trường hợp thị trường bất động sản hoặc thị trường chứng khoán có biến động, giá trị tài sản đảm bảo có thể không đủ để thanh toán gốc, lãi trái phiếu. Bên cạnh đó, tài sản đảm bảo của trái phiếu có thể dùng để bảo đảm cho các khoản vay, khoản phát hành trái phiếu khác của doanh nghiệp, do đó NĐT cần đánh giá kỹ các rủi ro này.

*Ba là, cơ sở hạ tầng chưa đáp ứng kịp thời được nhu cầu giao dịch của NĐT.* Để tăng tính thanh khoản của TPDN phát hành riêng lẻ cũng như giúp thị trường có thông tin về giao dịch trái phiếu sau khi phát hành, Nghị định 153/2020/NĐ-CP có quy định về việc tổ chức

thị trường giao dịch thứ cấp đối với TPDN phát hành riêng lẻ. Trước khi hệ thống giao dịch TPDN được đưa vào vận hành thì số lượng TPDN riêng lẻ được giao dịch tập trung hay được niêm yết thường rất hạn chế, nghĩa là các giao dịch trái phiếu chủ yếu diễn ra trên thị trường OTC hoặc giao dịch qua các CTCK, tổ chức lưu ký bằng cách chuyển quyền sở hữu. Các giao dịch này thường khó kiểm soát bởi các lý do sau đây: (1) Chưa có cơ chế đầy đủ đối với các giao dịch trái phiếu riêng lẻ khi chưa có hệ thống giao dịch tập trung, chủ yếu là thực hiện dựa vào những quy định do tổ chức phát hành và tổ chức lưu ký tự đưa ra; (2) Nhà đầu tư sẽ gặp nhiều khó khăn khi phát sinh nhu cầu mua - bán thực sự đối với các loại trái phiếu chưa niêm yết trên thị trường tập trung.

*Bốn là, chưa có đầy đủ cơ quan xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu.* Trải qua hai năm Covid-19, hầu hết các doanh nghiệp đều sẽ báo lỗ và thiếu vốn doanh nghiệp mới cần phát hành trái phiếu. Trong bối cảnh đó, hiện tại Việt Nam chỉ có 2 công ty xếp hạng tín nhiệm, mà doanh nghiệp nào phát hành cũng sẽ phải xếp hạng tín nhiệm thì yêu cầu đó là bất khả thi, gây tắc nghẽn nghiêm trọng hoạt động phát hành trái phiếu thời gian tới. Hay với loại hình doanh nghiệp mới và nhỏ cần gọi vốn thì sẽ không có kết quả kinh doanh để xếp hạng tín nhiệm.

Trách nhiệm của các công ty xếp hạng tín nhiệm cũng chưa được nêu rõ này nếu đánh giá xếp hạng tín nhiệm sai, dẫn tới rủi ro, thiệt hại cho NĐT thì trách nhiệm sẽ được quy định như thế nào.

Việc thiếu tổ chức định giá, xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp. Nhà đầu tư hiện nay khi đầu tư hoàn toàn dựa vào bảng công bố thông tin do tổ chức phát hành công bố, mà không có nguồn thông tin dữ liệu độc lập để kiểm tra lại tính minh bạch của thị trường. Nhìn nhận mảnh ghép định hạng tín nhiệm vẫn còn thiếu để NĐT có thêm công cụ đánh giá, tin tưởng vào TPDN khi tính tới thời điểm hiện tại mới có 2 tổ chức được phép hoạt động xếp hạng tín nhiệm trên thị trường.

### 5.3.2. Nguyên nhân từ phía doanh nghiệp

*Một là, lãi suất - kỳ hạn vẫn chưa hấp dẫn các NĐT:* Nếu lấy lãi suất trái phiếu chính phủ làm tham chiếu và cộng thêm một mức bù rủi ro để đưa ra mức lãi suất cho TPDN riêng lẻ thì khi lãi suất TPCP cao đã kéo theo lãi suất TPDN phát hành riêng lẻ cao. Điều này khiến cho chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp từ trái phiếu bị đội lên cao hơn và sẽ tạo nên trở ngại lớn khi muốn phát hành thành công.

*Hai là, khối lượng phát hành chưa phù hợp với vốn chủ sở hữu doanh nghiệp:* Trường hợp doanh nghiệp phát hành TPDN với khối lượng lớn trong khi vốn chủ sở hữu nhỏ, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh lỗ qua các năm.

*Ba là, tính thanh khoản trái phiếu thấp:* Tính thanh khoản của TPDN thể hiện sự dễ dàng chuyển đổi từ NĐT này sang NĐT khác, điều này đòi hỏi nhiều NĐT tham gia vào thị trường TPDN. Trong khi đó thì TPDN riêng lẻ còn chưa thực sự hấp dẫn do: Yêu cầu NĐT chuyên nghiệp mới được tham gia thị trường; Trái phiếu có lãi suất cố định, giá ít biến động nên các NĐT cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào các loại chứng khoán khác; Ngân hàng mua TPDN vì lãi suất trái phiếu hấp dẫn, biên độ biến động lớn; Cấu trúc sản phẩm TPDN hạn chế về kỳ hạn và các loại lãi suất, trái phiếu chuyển đổi thu hút NĐT nhưng thông tin cũng chưa được minh bạch nên gây thiệt hại cho NĐT.

### 5.3.3. Nguyên nhân từ phía nhà đầu tư

Các NĐT chủ yếu vẫn dựa vào tâm lý số đông mà chưa có sự hiểu biết và phân tích đầy đủ thị trường. Nhà đầu tư cá nhân không có khả năng và nguồn lực để đánh giá đầy đủ rủi ro của trái phiếu, do đó mỗi NĐT cần tìm hiểu và có lượng kiến thức nhất định. Một số nguyên nhân từ phía NĐT nổi bật bao gồm:

*Một là, thiếu kiến thức pháp luật:* Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp và các Nghị định về phát hành TPDN đã quy định rõ, chỉ NĐT chứng khoán chuyên nghiệp được mua và giao dịch TPDN phát hành riêng lẻ. Theo đó, NĐT cần tìm hiểu các quy định về điều kiện, tài liệu chứng minh và các quy định về xử phạt vi phạm đối với NĐT chứng khoán chuyên nghiệp.

*Hai là, thiếu sự tìm hiểu thông tin về doanh nghiệp phát hành và trái phiếu:* Trái phiếu cần được đánh giá, phân tích trên các khía cạnh về lĩnh vực hoạt động, doanh nghiệp phát hành, tình hình tài chính, mục đích sử dụng vốn, chất lượng tài sản đảm bảo cũng như các điều kiện, điều khoản của trái phiếu.

## 6. Khuyến nghị giải pháp phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Từ những nội dung đã phân tích ở trên, bài viết xin khuyến nghị một số giải pháp góp phần ổn định và phát triển bền vững thị trường TPDN tại Việt Nam trong thời gian tới.

*Một là, cần khẩn trương tiếp hoàn thiện khuôn khổ pháp lý phù hợp với thông lệ quốc tế, với thực tiễn Việt Nam và tổ chức tốt việc thực hiện các chủ trương của Chính phủ nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN.* Nâng cao tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm khi các NĐT thực hiện hoạt động mua TPDN riêng lẻ, quy định rõ tổ chức có trách nhiệm, nhiệm vụ xác định NĐT chứng khoán chuyên nghiệp. Cần có những quy định cụ thể về chế tài xử phạt, mức xử phạt đủ để răn đe, ngăn chặn các hành vi gian lận, lừa đảo liên quan đến các hoạt động tư vấn, cung cấp dịch vụ, gián tiếp giúp NĐT thỏa các yêu cầu để mua bán TPDN. Cần nâng cao tinh thần, trách nhiệm, hiệu quả quản lý, giám sát của cơ quan Nhà nước. Kiểm soát điều kiện niêm yết TPDN trên sàn giao dịch tập trung. Cần áp dụng tiêu chuẩn quốc tế về thực hiện công bố thông tin.

Đặc biệt, cần có quy định cụ thể trách nhiệm của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Sở giao dịch Chứng khoán với tư cách là cơ quan quản lý chuyên ngành trong quản lý giám sát hoạt động phát hành, cung cấp dịch vụ về TPDN đối với CTCK và tổ chức tín dụng; tập trung đầu mỗi quản lý thị trường TPDN tại UBCKNN theo hướng phân biệt cách thức quản lý giám sát giữa trái phiếu phát hành ra công chúng (được cấp phép) với phát hành TPDN riêng lẻ.

Bên cạnh đó, để tạo lại sức hấp dẫn của thị trường TPDN, Chính phủ cần rà soát tổng thể các loại thuế mà NĐT phải nộp trong lĩnh vực đầu tư TPDN, tạo điều kiện để khuyến khích các NĐT dài hạn thông qua việc miễn, giảm toàn bộ hoặc một phần các loại thuế đối với thu nhập trái phiếu, thuế của các giao dịch repo trái phiếu.

*Hai là, cần khuyến khích doanh nghiệp thực hiện xếp hạng tín nhiệm.* Thay vì tạm dừng việc xếp hạng tín nhiệm, Chính phủ cần xem xét đến các giải pháp khuyến khích doanh nghiệp thực hiện xếp hạng tín nhiệm trước khi phát hành trái phiếu.

*Ba là, cần thúc đẩy, tăng cường các hoạt động của nhà tạo lập thị trường trái phiếu.* Cần khuyến khích các quỹ đầu tư tham gia vào thị trường TPDN. Đây là một trong những thành viên đóng góp tích cực, góp phần tăng tính thanh khoản cho toàn bộ thị trường trái phiếu.

Các NĐT sẽ tập hợp các nguồn vốn nhỏ lẻ từ những NĐT không chuyên nghiệp, từ đó phân bổ danh mục đầu tư vào trái phiếu hoặc cổ phiếu. Với lợi thế sẵn có về trình độ chuyên môn cũng như tiềm lực tài chính, các quỹ đầu tư sẽ thực hiện việc mua bán TPDN để kiếm lời. Cần nâng cao trình độ chuyên môn, nghiệp vụ của những chuyên gia môi giới chứng khoán, cần có những biện pháp chế tài, các quy định về chuẩn mực đạo đức của người môi giới.

*Bốn là, tổ chức thị trường giao dịch thứ cấp đối với TPDN phát hành riêng lẻ.* Tổ chức thị trường giao dịch thứ cấp cho TPDN phát hành riêng lẻ là một bước tiến quan trọng trong việc tạo dựng một hệ thống tài chính mạnh mẽ và đa dạng tại quốc gia. Thị trường này cung cấp một kênh thanh khoản cho NĐT và giúp doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn qua việc phát hành trái phiếu. Để giải thích rõ hơn, chúng ta cần hiểu rõ hơn về các khía cạnh của thị trường này cũng như lợi ích mà nó mang lại.

Thị trường giao dịch thứ cấp là nơi mà các NĐT có thể mua bán trái phiếu đã phát hành mà không phải chờ đến ngày đáo hạn. Điều này tạo nên tính thanh khoản cho trái phiếu, giúp việc đầu tư vào trái phiếu trở nên linh hoạt và thu hút hơn. Qua đó, nó cũng giúp thị trường trái phiếu phát triển mạnh mẽ hơn, làm tăng nguồn vốn cho các doanh nghiệp.

*Năm là, cần xây dựng hệ thống xếp hạng tín nhiệm các doanh nghiệp.* Theo thông lệ quốc tế, thị trường TPDN rất cần có sự tham gia của các tổ chức định giá, xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp để gia tăng chất lượng trái phiếu giao dịch trên thị trường. Tổ chức thực hiện định giá, xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phải có uy tín, nhân sự chất lượng cao, các sản phẩm xếp hạng, đánh giá tin cậy. Trong bối cảnh Việt Nam hiện nay, giải pháp trước mắt là liên doanh, liên kết với các tổ chức có tín nhiệm của nước ngoài để thành lập tổ chức trong nước. Tập trung thành lập 1-2 doanh nghiệp là tiền đề để công ty định mức tín nhiệm ra đời. Trước khi tổ chức xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp ra đời và hoạt động ổn định, chuyên trang thông tin TPDN cần được tập trung cập nhật để cung cấp thông tin cho NĐT về TPDN phát hành riêng lẻ.

*Sáu là, cần tăng cường tính công khai, minh bạch, hạn chế rủi ro cho NĐT thông qua các quy định để quản lý tách biệt giữa phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng về NĐT.* Đối với doanh nghiệp phát hành, cần nâng cao hoạt động quản lý phát hành TPDN riêng lẻ của chính doanh nghiệp. Doanh nghiệp phát hành phải nâng cao tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm khi huy động vốn trái phiếu; tuân thủ điều kiện phát hành và đối tượng NĐT mua trái phiếu và công bố thông tin đầy đủ cho NĐT và Chuyên trang thông tin về TPDN.

Cần tăng cường quản trị rủi ro tổ chức phát hành. Các doanh nghiệp cần tập trung nâng cao chất lượng trái phiếu, cùng với đó nâng cao năng lực tài chính, năng lực quản trị điều hành, áp dụng chuẩn mực quốc tế về quản trị, hạch toán, kế toán và công bố thông tin trong hoạt động; đa dạng hóa mô hình, chiến lược kinh doanh... để tăng niềm tin của NĐT.

## 7. Kết luận

Tiếp tục phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp là yêu cầu tất yếu khách quan đối với nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù đạt được nhiều kết quả quan trọng về phát triển thị trường TPDN trong các năm qua, song bên cạnh đó về bản chất thị trường vẫn còn nhiều hạn chế cùng ba nhóm nguyên nhân như phân tích ở trên. Trong bối cảnh cạnh tranh kinh tế giữa các nước trên thế giới do xung đột chính trị, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng bị ảnh hưởng lớn, thị trường TPDN cũng bị tác động không nhỏ. Vì vậy để tiếp tục phát triển bền vững thị trường TPDN cần thực hiện đồng bộ các giải pháp như đề xuất trong bài viết.

### **Tài liệu tham khảo**

Chính phủ. (2018). Nghị định quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Nghi-dinh-163-2018-ND-CP-quy-dinh-ve-phat-hanh-trai-phieu-doanh-nghiep-365270.aspx>

Chính phủ (2020). Nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế. <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Nghi-dinh-153-2020-ND-CP-chao-ban-giao-dich-trai-phieu-doanh-nghiep-tai-thi-truong-trong-nuoc-461187.aspx>

Hiệp hội thị trường Trái phiếu Việt Nam - VBMA. (2024): *Báo cáo thị trường trái phiếu hàng năm, các năm 2019-2023*. Hiệp hội thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA). Bản cứng.

Quốc hội (2014). Luật Chứng khoán. <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/chung-khoan/Luat-Chung-khoan-nam-2019-399763.aspx>

Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội - HNX. (2024). *Báo cáo hoạt động giao dịch Trái phiếu doanh nghiệp trên sàn HNX năm 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023*.

Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh - HSX. (2024). *Báo cáo hoạt động giao dịch trên sàn HSX và HNX năm 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023*. Bản cứng.

Ủy ban chứng khoán nhà nước - SSC. (2023). *Báo cáo thị trường TPDN Ngân hàng Phát triển châu Á năm 2020, năm 2021, năm 2022, năm 2023*.

Ủy ban chứng khoán nhà nước - SSC. (2024). *Báo cáo tổng kết hoạt động của Thị trường chứng khoán, các năm 2020, năm 2021, năm 2022, năm 2023*.